

EU will Börsengängen auf die Sprünge helfen

Besonders kleine Unternehmen haben es an der Börse schwer. Das soll sich nun ändern.

Von Oliver Seiler und Camilla Kehler-Weiß

Die Europäische Kommission hat ihren Vorschlag für den sogenannten EU Listing Act vorgelegt, der Unternehmen den Zugang zum europäischen Kapitalmarkt erleichtern soll. Die Kommission stellt insbesondere fest, dass die Kapitalaufnahme über die Börse in anderen Ländern, namentlich den Vereinigten Staaten, wesentlich häufiger genutzt wird. Eine Reihe europäischer Unternehmen entschied sich in den vergangenen Jahren für einen Börsengang in den USA statt in Europa. Dem will die Kommission unter anderem durch klarere rechtliche Vorgaben in Bezug auf die bei Börsengängen zu erstellenden Wertpapierprospekte entgegenwirken. Auch sollen so die Kosten für Börsengänge gesenkt werden.

Zunächst soll deshalb das geltende EU-Prospektrecht geändert werden. Eine Vielzahl dieser Änderungen käme ausschließlich kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) zugute, die im Fokus der europäischen Reformbemühungen stehen. Eine grundlegende Überarbeitung des Prospektrechts ist dagegen nicht vorgesehen.

Unabhängig von der Unternehmensgröße schlägt die Kommission eine Begrenzung der Gesamtlänge von aktienbezogenen Prospekten, wie sie etwa für einen Börsengang zu erstellen sind, vor. Auch der Aufbau von Prospekten soll EU-weit vereinheitlicht werden. In der Praxis dürfte eine zwangsweise Begrenzung der Seitenzahl allerdings nur bedingt zu der angestrebten Kostensenkung bei Börsengängen führen. Ein Emittent wird mit Blick auf etwaige Prospekthafungsrisiken auch künftig sicherstellen müssen, dass der Prospekt

sämtliche für Anleger wesentlichen Informationen enthält. Um welche Informationen es sich hierbei im Einzelfall handelt, bestimmen in der Praxis weniger die verbindlichen Vorgaben des EU-Prospektrechts. Entscheidend sind vielmehr die in der Vermarktung des Börsengangs gegenüber Investoren getätigten Aussagen und die Erkenntnisse, die die beteiligten Berater bei ihrer Überprüfung des Unternehmens (sogenannte Due Diligence) gewinnen. Zudem wird im Rahmen deutscher Börsengänge nach wie vor die weit überwiegende Zahl der Aktien bei institutionellen Investoren platziert. Diese erwarten jedenfalls bislang einen Informationsumfang und eine -tiefe, die sich an dem international, insbesondere in den USA, etablierten Marktstandard orientieren.

Jedenfalls im deutschen Kontext dürfte diese Abhängigkeit von internationalen Investoren auch darüber entscheiden, inwieweit sich verkürzte Prospektformate oder gar der Rückgriff auf weiter gehende Befreiungen von der

Prospektpflicht, wie sie der EU Listing Act vorschlägt, in der Praxis durchsetzen. Letztere sollen nach dem Vorschlag der Kommission künftig teilweise auch für großvolumige Kapitalerhöhungen zur Verfügung stehen. Unternehmen könnten dann ohne langwierige Vorbereitungen neues Kapital über die Börse aufnehmen. Ob Unternehmen und die an der Transaktion beteiligten Banken aber gerade bei größeren Platzierungen mit Ansprache von US-Investoren bereit wären, die neuen Aktien ohne Prospekt anzubieten, erscheint fraglich. Eine freiwillige Prospekterstellung dürfte hier auch abhängig von der Qualität und Aktualität der laufenden Berichterstattung des jeweiligen Emittenten in Betracht gezogen werden. Ein vereinheitlichtes hohes Informationsniveau der unterjährigen Finanzberichterstattung von Unternehmen (wie in den USA) würde in diesem Zusammenhang helfen.

Begrüßenswert und praxisrelevant ist der Kommissionsvorschlag, die Frist für

öffentliche Angebote von mindestens sechs auf drei Werktagen zu verkürzen. In einem volatilen Marktumfeld ermöglicht dies eine zügige Durchführung von Börsengängen, ohne dass auf den (bisherigen) Umweg einer verkürzten Privatplatzierung allein an institutionelle Anleger zurückgegriffen werden muss. Künftig könnten auch Privatanleger an einem solchen beschleunigten Börsengang teilnehmen. In den vergangenen beiden Jahren scheute eine Reihe von Emittenten das Ausweichen auf eine reine Privatplatzierung, hätte aber eine kürzere Angebotsfrist durchaus in Erwägung gezogen.

Die Vorschläge der Europäischen Kommission sehen für Börsengänge und Folgetransaktionen also eine Reihe von Erleichterungen vor, ohne – jedenfalls für größere Emittenten, die nicht dem KMU-Regime unterfallen – zu einer grundlegenden Reform anzusetzen. Ob allein über eine solche punktuelle Deregulierung die Zahl der Börsengänge in Deutschland sichtbar erhöht werden kann, ist zweifelhaft. Die Vorbereitung eines Börsengangs ist auch in den USA komplex, das SEC-Billigungsverfahren teils sogar aufwendiger als das entsprechende Verfahren in Deutschland. Zudem ist ein US-Börsengang mit deutlich höheren Kosten verbunden. Dass gerade innovative und wachstumsstarke Unternehmen häufig dennoch einen Börsengang in den USA anstreben, liegt eher an der viel beschworenen unterschiedlichen Aktienkultur und der breiteren Investorenbasis in den USA.

Hier wird der deutsche Gesetzgeber, etwa mit der vorgeschlagenen Aktienrente, ansetzen müssen, will er die Attraktivität des hiesigen Kapitalmarkts spürbar verbessern. Zudem ist der deutsche Gesetzgeber gefragt, das Aktienrecht auch im inhereuropäischen Vergleich konkurrenz- und zukunftsfähig zu gestalten. Nachdem das Bundesfinanzministerium im Juni 2022 sein Eckpunktepapier für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz veröffentlicht hat, das auch verschiedene Erleichterungen bei der Eigenkapitalbeschaffung vorsieht, darf deshalb mit besonderer Spannung dem in Kürze erwarteten Gesetzesentwurf entgegengeesehen werden.

Die Autoren sind Rechtsanwälte der Kanzlei Latham & Watkins.